

**Чернышкин Д.Г.**  
**НЕСИСТЕМНЫЕ РИСКИ МАРЖИНАЛЬНЫХ СДЕЛОК**

УДК 336.1

К маржинальным сделкам на рынке ценных бумаг относятся сделки, заключаемые участниками торгов с использованием заемного капитала (в форме денежных средств или ценных бумаг). Ввиду того, что заемный капитал может генерировать не только дополнительную прибыль, но и убыток, маржинальные сделки всегда связаны с повышенным риском инвестирования.

Проблемами рисков на рынке ценных бумаг занимались многие зарубежные и отечественные исследователи [1]. Однако, как правило, риски использования заемных средств на рынке ценных бумаг изучаются как часть рисков, связанных с финансовыми рынками вообще [3], либо с отдельными сегментами фондового рынка [2].

Все риски, связанные с маржинальными сделками на рынке ценных бумаг, можно разделить на две категории – системные и несистемные. В данной статье мы сосредоточимся на исследовании несистемных рисков.

Все несистемные риски маржинальных сделок можно условно разделить на три группы – рыночные риски, риски в сфере обращения ценных бумаг и риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний.

В категорию рыночных рисков мы отнесли те риски, с которыми сталкивается любой участник торгов и которые вытекают из самой сущности фондового рынка. На некоторые из них участник торгов не может повлиять в полной мере, так как они вызваны независимыми от участника внешними факторами. В этом случае участник рынка должен быть информирован о данных видах рисков и обладать навыками оценки вероятности их актуализации. Если же речь идет о профессиональном участнике рынка ценных бумаг, то в его обязанности входит детальное и всестороннее информирование своих клиентов о данных рисках. В группе рыночных рисков, возникающих в силу внешних факторов, мы отнесли риски приостановки торгов и изменения уровня маржи. Очевидно, что данные события не подлежат контролю и управлению со стороны участника торгов, однако он может быть заранее осведомлен о них и, следовательно, в силах предпринять все меры для минимизации указанных рисков.

К категории рыночных рисков мы отнесли и такие виды рисков маржинальных сделок, которые возникают по внутренним причинам, то есть в полной мере могут быть управляемы самим участником торгов. Это риски ликвидности, экстремальных убытков, а также процентные риски. Рассмотрим представленные риски рыночной группы более детально.

Риски приостановки торгов – это риск потерь участника маржинальной сделки, вызванный ценовым скачком в неблагоприятную для участника сторону, после возобновления торговой сессии. Другими словами, риск временной приостановки торгов связан с негативными последствиями, которые могут наступить после возобновления торговой сессии с ценовым разрывом. Организатор торгов либо регулирующий орган вправе объявить о временной приостановке торгов в случаях экстремально высокой волатильности как отдельных ценных бумаг, так и всего рынка в целом. В период острой фазы финансового кризиса осенью 2008 года торги на российском фондовом рынке приостанавливались более трех десятков раз, причем некоторые остановки занимали по времени более суток. Очевидно, что в подобных ситуациях участники рынка, использующие маржинальные позиции, несут риск ценового скачка в момент открытия торгов после их искусственной приостановки. Так, если торги открылись с ценовым скачком в 1 % против позиции участника рынка, его убыток может составить от 2 до 4 %.

Учитывая тот факт, что временная приостановка торгов объявляется, как правило, в случаях устойчивого ценового тренда со значительным (более 5 %) сдвигом цен в его сторону, то после возобновления торговой сессии ценовой тренд по инерции продолжается, в связи с чем участники рынка, использующие финансовое плечо, несут дополнительные убытки.

Если же брокерская компания использует серые схемы и предоставляет своим клиентам больший, чем официально разрешенный, финансовый рычаг, то сразу же после возобновления торгов может возникнуть необходимость принудительного закрытия позиций такого клиента. Далее мы продемонстрируем, что серые схемы по увеличению размера финансового рычага используются, как правило, в отношении наиболее крупных клиентов брокерских компаний. Из этого следует, что актуализация данного вида риска затрагивает, прежде всего, тех участников торгов, которые имеют крупные, выше среднего, инвестиционные портфели и высокие, вплоть до 1 к 10, размеры финансового рычага. Таким образом, принудительное закрытие позиций таких клиентов может вызвать сильные ценовые колебания на рынке, которые, в свою очередь, приведут к новому витку принудительных закрытий маржинальных позиций других клиентов, даже использующих разрешенный размер финансового рычага. Итак, рынок ценных бумаг уязвим к подобному виду риска, что требует глубокого анализа проблемы искусственной приостановки торгов и предотвращения использования серых схем по увеличению официально разрешенного размера финансового рычага, так как, в отличие от предыдущего вида риска, временная приостановка торгов может перерасти в системную проблему в случаях, когда объем принудительно закрываемых позиций пройдет некоторую критическую точку.

Риск изменения уровня маржи – это риск потерь участника маржинальной сделки, связанный с досрочным вынужденным или принудительным закрытием позиции участника торгов в связи с нехваткой денежных средств на счете, возникшей в результате административного изменения уровня маржи.

Изменение критического уровня маржи происходит в результате административного решения со стороны регулирующих органов, организаторов торгов и биржевых посредников. Данный вид риска возникает в случаях, когда один из вышеназванных органов принимает решение об увеличении критического уровня маржи, в результате чего участник торгов, имеющий маржинальные позиции, вынужден либо закрывать часть из них, либо пополнять брокерский счет. Резкие колебания критического уровня маржи характерны в периоды повышенной волатильности рынка и перед длинными праздничными днями, и организаторы торгов или регулирующие органы предупреждают заранее об ужесточении требований к маржинальным позициям. Таким образом, данный вид риска актуален только для тех участников торгов, которые открывают долгосрочные инвестиционные позиции с помощью заемных средств. Ввиду того, что доля таких участников невелика, мы также невысоко оцениваем степень опасности данного вида риска.

Следующая группа рыночных рисков генерируется внутренними факторами, а следовательно, рисками данной группы можно управлять с целью их минимизации.

Процентный риск – это риск убытков участника маржинальной сделки, возникающих по причине превышения расходов на обслуживание заемных средств над доходами, полученными в результате их использования. Данный вид риска вытекает из самой природы финансового рычага. При неверной оценке риска и доходности маржинальной сделки участник рынка сталкивается с риском того, что уплаченные за пользование заемным капиталом проценты могут превысить доход, который тот капитал сгенерировал.

Риск ликвидности – риск убытков участника маржинальной сделки вследствие его неспособности обеспечить исполнения своих обязательств в полном объеме. Риск ликвидности связан с резким обесценением низколиквидных акций в случаях неблагоприятной рыночной конъюнктуры.

Следующий вид рыночных рисков, вызванных внутренними факторами, – это риск экстремальных убытков, который возникает у участника маржинальной сделки вследствие неверной оценки рыночной конъюнктуры и усугубляется по причине использования заемного капитала. При использовании заемных денежных средств и/или ценных бумаг участник торгов сталкивается с рисками, возникающими в связи с утратой контроля над дифференциалом и величиной финансового плеча. Риск экстремальных убытков возникает в случае неблагоприятного движения рыночной цены акций. Данный риск является прямым следствием того, что при заключении маржинальных сделок используются заемные средства. При этом некоторые исследователи ошибочно полагают, что данный риск актуален лишь в случае длинной маржинальной позиции, то есть покупки акций на заемные денежные средства. Короткая продажа также несет в себе риск экстремальных убытков. Сравним два действия – короткую продажу акций и покупку акций без использования заемного капитала. Очевидно, что во втором случае участник торгов может переждать даже сильное неблагоприятное ценовое движение. При этом его инвестиционный портфель достигнет нулевого значения лишь в том случае, если купленные акции также достигнут нулевой отметки, что маловероятно даже на развивающихся рынках. В то же время короткая продажа несет в себе риск того, что брокер принудительно закроет позицию участника рынка при достаточно сильном ценовом движении вверх. Таким образом, участник рынка не в состоянии гарантированно контролировать свой счет при использовании заемных средств как в форме денег, так и в форме ценных бумаг.

Правовые (юридические) риски маржинальных сделок – это риски потерь, возникающие у участника рынка вследствие следующих факторов:

- 1) правовые ошибки (неправильная трактовка юридических норм, неверное составление документов),
- 2) несовершенство правовой системы (противоречивое законодательство, отсутствие правовых норм по регулированию отдельных аспектов деятельности участника рынка),
- 3) несоблюдение участником рынка требований нормативных актов и заключенных договоров,
- 4) несоблюдение контрагентами участника рынка нормативных актов и заключенных договоров.

Несмотря на то, что участнику рынка неподконтрольны такие аспекты правовых рисков, как противоречивое законодательство и отсутствие правовых норм по регулированию отдельных сегментов рынка, мы отнесли правовые риски в группу внутренних рыночных рисков. Правовые риски в целом возникают в связи с незнанием или неполной осведомленностью участника торгов относительно юридических аспектов маржинальных сделок. Таким образом, и противоречивое законодательство, и правовые (преднамеренные или случайные) **ошибки участников маржинальных сделок должны быть учтены и поддаются** управлению участниками при совершении ими операций с заемными средствами. Однако мы не склонны считать, что правовой риск угрожает абсолютно всем участникам маржинальных сделок, и по этой причине он вряд ли может привести к актуализации системного риска.

Итак, мы рассмотрели первую группу рисков, связанных с совершением маржинальных сделок на рынке ценных бумаг – рыночные риски, вызванные как внутренними, так и внешними факторами. Следующая группа рисков возникает в сфере обращения ценных бумаг. В данную группу входят риски технологических сбоев на фондовых биржах, риски неспособности рассчитаться по залоговым средствам членом биржи и пр.

Риск биржевых сбоев даже в настоящее время встречается довольно часто. Несмотря на то, что программное обеспечение российских бирж не уступает мировому уровню, периодически возникают сбои с отражением позиций клиентов, с выставлением стоп-заявок в биржевых торговых системах и пр.

Риски поставок возникают в случаях отказов контрагентов поставлять ранее проданные ценные бумаги. Актуализация данного риска привела в девяностых годах к банкротству ряда российских бирж – МЦФБ, РФБ, РТСБ.

Операционный риск – это риск потерь участника маржинальной сделки, вызванный неадекватными, неэффективными или ошибочными процессами, действиями персонала или систем, а также иными внешними факторам. Другими словами, операционный риск возникает в результате отсутствия четкого регламента работы всех подразделений брокерской компании, которые осуществляют исполнение, учет и обработку маржинальных сделок клиентов.

Другие виды рисков в сфере обращения ценных бумаг (урегулирование расчетов, риски регистраторов и депозитариев) полностью или частично зависят от деятельности профессиональных участников рынка и неподконтрольны участникам торгов.

Группа рисков, связанных с мошенничеством и ошибками брокерских компаний, также в полной мере не подконтрольна участникам торгов, однако последние должны обладать максимум информации о данных видах рисков с тем, чтобы уметь самостоятельно определять признаки недобросовестного или неподготовленного в должной мере фондового посредника.

Риск неисполнения своих обязательств со стороны брокерской компании. Ранее мы сделали акцент на тот факт, что правила регулирования маржинальных сделок в России не охватывают проблемы недобросовестного отношения брокерской компании к активам своих клиентов, которые используются для кредитования других клиентов брокера. Суть данного вида риска заключается в том, что брокерская компания без ведома клиента может использовать его капитал (в форме акций или денежных средств), в результате чего клиент лишается возможности оперативно закрыть убыточную маржинальную позицию. Чаще всего данный риск актуализируется в те периоды времени, когда клиент решает продать купленные на заемные деньги ценные бумаги.

Риск, связанный с утратой контроля со стороны брокера за уровнем маржи клиентов. Финансовый кризис 2008 года показал, что российская практика контроля маржинальных позиций клиента далека от совершенства. В результате путаницы, ошибок служб бэк-офиса и откровенно мошеннических действий многие российские клиенты получили убытки по своим маржинальным позициям. Отдельно стоит отметить случаи, когда брокерские компании принудительно закрывали маржинальные позиции даже тех клиентов, по которым уровень маржи был еще далеко от критического. Для минимизации данного вида риска необходимо ужесточить процедуру регулирования маржинальных сделок в части работы бэк-офиса и риск-менеджмента брокерских компаний.

#### **Источники и литература:**

1. Булатов В. В. Фондовый рынок и экономический рост / В. В. Булатов. – М. : Наука, 2004. – 275 с.
2. Киселев М. В. К вопросу о поведении экономических субъектов в условиях риска и неопределенности / М. В. Киселев // Деньги и кредит. – 2008. – № 5. – С. 73.
3. Кудрявцева М. Риски РЕПО : первые стандарты / М. Кудрявцева // Банковское дело. – 2008. – № 5. – С. 101-112.

**Шаталова Ю.Г., Рыбин В.Н.**

**УДК 681.3**

## **РОЛЬ ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В ИННОВАЦИОННОМ РАЗВИТИИ ВУЗА**

**Актуальность** темы обусловлена предъявляемыми к образованию требованиями современного мира. На образование возлагаются новые задачи, а значит, и сам образовательный процесс необходимо совершенствовать.

**Научная новизна** статьи состоит в анализе возможных методов модификации подходов к образованию, направленных на большую интеграцию информационных технологий в учебный процесс. В статье предложены направления развития вуза, обеспечивающие переход к инновационным формам образования.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Вопросами, связанными с переходом на инновационные формы организации образовательного процесса, занимается сейчас на уровне правительства Российской Федерации в рамках «Приоритетные национальные проекты» Совет при Президенте России по реализации приоритетных национальных проектов и демографической политике. Проводятся конференции в России и в Украине. Опубликованы научные труды ведущих специалистов в этой области: Жураковского В.А., Ворониной Л. А., Баранникова А. Л., Непомнящего А. В., Михайлова Н.В. и др.

**Цель работы** - проанализировать состояние современного образования в условиях развивающихся информационных технологий и предложить пути становления «инновационного вуза».

Снижение конкурентоспособности традиционных институтов образования, а также недостаточная интеграция науки и производства свидетельствуют о необходимости создания принципиально новых учреждений высшего образования. Перед образовательными учреждениями появляются новые задачи, связанные не только с передачей знаний учащимся, но и с их воспитанием. Это обусловлено следующими причинами. Во-первых, объем информации, которой владеет наша цивилизация, удваивается каждые пять лет. Поэтому недостаточно только осваивать знания, необходимо создавать технологии, с помощью которых можно получать, перерабатывать и использовать новую информацию. Для современного